

## Tilburg University

### Beheren van financiële risico's

van Daelen, M.M.A.

*Published in:*  
CFO Magazine

*Publication date:*  
2007

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
van Daelen, M. M. A. (2007). Beheren van financiële risico's. *CFO Magazine*, 2007(5), 43-45.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

## BEHEREN VAN FINANCIËLE RISICO'S

DOOR MARIJN VAN DAELEN

Ondernemingen hebben in toenemende mate te maken met verplichtingen voortvloeiend uit wet- en regelgeving. Het financieel beleid moet rekening houden met o.a. de SOX wetgeving, Basel II normen, IFRS regels en richtlijnen van de EU. Die regelgeving heeft een impact op de rol en de functie van de CFO wat vooral blijkt uit de groeiende verantwoordelijkheden. Een mens zou er de businessuitdaging bij vergeten en in het bijzonder de risico's die verbonden zijn aan termijncontracten binnen cyclische omgevingen. Net het type situaties dat speciaal door heel wat regels rond een 'fair beeld' beoogd worden.

### Volatiele prijzen en wisselkoersen

De wereldwijde hoogconjunctuur houdt de vraag naar staalproducten op een hoog peil. Het is een sector waar klanten en leveranciers handel drijven via termijncontracten én al dan niet opportunistische spotafnamen. Tijdens de periode tussen contractafspraken en effectieve levering kunnen vraag- en aanbodsituatie met de daaraan verbonden prijszetting sterk veranderen. Temeer omdat de staalmarkt een globale sector is. Een bedrijf als Corus MET moet zich dan ook tegen heel wat risico's indekken. Naast de volatilititeit van de grondstoffeprijzen zoals ijzererts, zink, koper, tin en aluminium, speelt het wisselkoersrisico tussen de contractvaluta en de US dollar waarin de grondstoffen noteren. Hedging in al zijn complexiteit is dan ook dagelijkse kost voor de financiële staf van Corus, na de recente overname door het Indische Tata het vijfde grootste staalbedrijf ter wereld.

"De strategische aanpak en de systematiek van de implementatie zijn dan ook cruciaal voor winst en verlies in de sector," zegt Eddy Lambrechts, Executive Director Corus International Service op de recente CFO Top.

### London Metal Exchange en hedging

Corus MET maakt gebruik van financiële instrumenten op de London Metal Exchange (LME) zoals futures en optiecontracten voor aluminium, koper, nikkel, tin, zink en lood. De LME voorziet in een transparant forum voor alle handelsactiviteiten; dit maakt termijnhandel mogelijk en zorgt voor de prijsvorming van materiaal bij termijncontracten over een aantal maanden of zelfs jaren. Het

helpt de industrie om vooruit te plannen in een wereld onderworpen aan vaak hevige en snelle prijsbewegingen. De LME is uiterst liquide en bereikte in 2006 volumes van 87 miljoen 'lots', de handelseenheid die staat voor een partij van 25 miljoen ton. Dat volume betekent een omzet van jaarlijks \$8.100 miljard of op een gemiddelde werkdag tussen de \$35 en \$45 miljard. De staalmarkt is een mooi voorbeeld van een geglobaliseerde sector met de LME als georganiseerde internationale marktplaats bij uitstek. Meer dan 95% van de handel op de LME komt van buiten de UK. De partijen handelen op drie handelsplatformen: de 'open-outcry' met de indrukwekkend drukke, snelle en luidruchtige transacties tussen agenten, een inter-office telefoonmarkt en de LME Select, het elektronische handelplatform van de Exchange ([www.lme.co.uk](http://www.lme.co.uk)).

### Grondstoffen

Corus MET levert onder andere aluminiumproducten. Aluminium wordt geproduceerd door de elektrolytische vermindering van verrijkt bauxiet of alumina. Door de combinatie van grote partijvolumes, de schaarste op deelmarkten en de nood aan zakelijke zekerheden, dus budgettair voorspelbare prijzen, worden de grondstoffen voor de productie op termijn gekocht op de LME. Daar geldt de drie maandenprijs als referentie. Corus MET legt er zich op toe om financiële risico's door prijsfluctuaties van de grondstoffen en wisselkoersschommelingen in te dekken. De handel met de eindklant gebeurt in diverse munten zoals de euro, terwijl de grondstof in dollars noteert. Aangezien Corus MET de contracten met zijn klanten maanden op voorhand negotieert en dus ook pas lang na de contractondertekening begint te produceren, kan de inkoopprijs van de grondstoffen erg veranderd zijn. Corus dekt zowel het prijsrisico als het valutarisico af met aangepaste hedgingtechnieken.

### Hedging van de grondstoffeprijzen

Dankzij de financiële instrumenten die de LME biedt, dekt Corus MET het risico van prijsfluctuaties in. Dat gebeurt met een drietal instrumenten:

- futures: straight forward buying and/or selling



Op de CFO Top illustreerden Eddy Lambrechts (boven) en Geert de Meurisse (onder) stap voor stap de hedging van prijsfluctuaties

- opties: puts & calls, aan minima en maxima
  - exotics, een combinatie van de eerste twee.
- Geert de Meurisse, Manager Metal Supply Corus Metal Exchange Trading kent als sleutelspeler de werking van de LME als geen ander. Door contacten met brokers en handelspartijen, analyse van de markten en uiteraard de gang van zaken aan de verkoopzijde van zijn bedrijf, bepaalt hij het moment, de volumes en het tijdstip van aankopen. Het uiteindelijke doel is om de afgesloten contracten te kunnen honoreren met de geplande winstmarges. Het indekken van prijsrisico's gebeurt immers om margedaling of zelfs absolute verliezen door prijschommelingen van het metaal te vermijden. Hedging beschermt tegen het risico van prijsvolatilititeit, beschermt de winstmarges en maakt het cash-flowmanagement mogelijk.

### Voorbeeld

Op de CFO Top illustreerden Geert de Meurisse en Eddy Lambrechts stap voor stap de hedging van prijsfluctuaties. Stel een verkoop van aluminium door Corus aan een klant in juni 2007 met levering in november datzelfde jaar. De verkoopprijs is \$3.575 berekend op basis van een inkoopprijs van \$2.750 wat een marge van \$200 per ton laat. Corus zal het aluminium voor zijn eigen productieproces kopen in oktober. De vraag is hoe de winst-

marge kan veilig gesteld worden want de wereld staat ondertussen niet stil. Dus moet Corus de inkoopprijs van 'zijn' aluminium voor oktober indekken. Daarom sluit Corus een contract met een broker om tegen \$2.750 te verkopen. Uiteindelijk wordt in oktober aluminium ingekocht voor \$3.000 waardoor de werkelijke verkoopprijs \$3.825 had moeten zijn in plaats van \$3.575. Ook nu wordt een contract met een broker opgesteld, maar nu om tegen \$3.000 te verkopen.

Het uiteindelijke resultaat is een fysiek verlies van \$250 door het verschil in de afgesproken verkoopprijs in juni van \$3.575 terwijl de verkoopprijs in november \$3.825 had moeten bedragen om de inkoopkosten te dekken en een winst van \$200 te behalen. Daarnaast is er sprake van een financiële winst van \$250 door de twee transacties met de broker. De winst van \$200 is hierdoor veilig gesteld.

### Hedging van wisselkoersfluctuaties

Corus MET kan de wisselkoersfluctuaties 'hedgen' door gebruik te maken van financiële instrumenten zoals futures of options. Het doel van het indekken van wisselkoersfluctuaties is het bieden van bescherming tegen verliezen die zich kunnen voordoen door bewegingen in de dollarkoers ten opzichte van de euro.

Lambrechts en Meurisse vertrokken van dezelfde casus om de hedging van wisselkoersfluctuaties te illustreren. De afdekking van de wisselkoersfluctuaties wordt gecreëerd door een instrument te kiezen dat een tegengesteld profiel vertoont ten opzichte van het bestaande risicoprofiel. Corus MET kan het risico aldus indekken door op het moment van de commerciële overeenkomst dollar forwards te verkopen voor de berekende verkoopprijs van \$3.575 en te kopen voor de berekende inkoopprijs van \$2.750. Hetzelfde principe geldt voor het moment van de werkelijke in- en verkoop. Het wisselkoersrisico lijkt hierdoor onder controle te zijn en de winst veilig gesteld.

Het tweede deel van volgende tabel laat zien dat het wisselkoersrisico echter nog niet is verholpen. In de periode tussen de commerciële overeenkomst en de werkelijke transactie kan de dollar hoger of lager komen te staan ten opzichte van de euro. Een oplossing hiervoor zou gelegen kunnen zijn in het gebruik maken van valuta opties.

### Hedge funds

De handel in financiële instrumenten zorgt voor voorspelbare in- en uitgavenstromen maar de derivaten zijn ook aan talrijke externe invloeden onderhevig. Zo stelde Corus MET sinds 2005 vast dat hedge funds in toenemende mate deze markten beïnvloeden. Hedge

#### EEN VOORBEELD VAN CORUS MET

##### 1st step: sale to customer for November 2007 (Alu Sheet)

LME forward for Nov 07	2,750 US\$
Slab premium	400 US\$
rolling costs (incl. profit margin 200 US\$)	425 US\$
final product price	3,575 US\$

##### 2nd step: LME hedge for November 2007

LME-purchase (same moment as sale to customer)	2,750 US\$
--	------------

##### 3rd step: purchase of rolling slab November 2007 (Alu Sheet)

LME forward for Nov 07	3,000 US\$
Slab premium	400 US\$
rolling costs (incl. profit margin 200 US\$)	425 US\$
final product price	3,825 US\$

##### 4th step: LME hedge for November 2007

LME-sale (same moment as purchase of slab)	3,000 US\$
--	------------

#### CORUS MET: FIN(ANCI)AL RESULT

P	Physical purchase & sale		S
Slabs	3,400	LME+prem.	3,150
Rolling costs	425	Rolling costs	425
Actual product cost	3,825	Calculated product price	3,575
<b>Loss</b>	<b>250</b>		

P	LME hedging		S
LME	2,750	LME	3,000
		<b>Profit</b>	<b>250</b>

BASE CASE: FOREIGN EXCHANGE COVERAGE					
1st step	Dollar forward	sale	3575	1,3525 =	2643 Eur
2nd step	Dollar forward	buy	2750	1,3525 =	2033 Eur
net	Dollar forward	sale	825	1,3525 =	610 Eur
3rd step	Dollar forward	buy	3825	1,3525 =	2828 Eur
4th step	Dollar forward	sale	3000	1,3525 =	2218 Eur
net	Dollar forward	buy	825	1,3525 =	610 Eur
\$ risk complete under control net profit 200 usd at 1,3525 is 148 Eur.					
Time gap between commercial deal and physical transaction					
1st & 2nd step	Dollar forward	sale	825	1,3525 =	610 Eur
3rd & 4th step	Dollar forward	buy	825	1,33 =	620 Eur
Currency result in Eur					(10) Eur
Conversion cost in Eur					
1st & 2nd step	Dollar forward	sale	825	1,3525 =	610 Eur
3rd & 4th step	Dollar forward	buy	400	1,33 =	300 Eur
Rolling cost in Eur					314 Eur
Currency result in Eur					(4) Eur

funds zorgen voor liquiditeit en kunnen nieuwe risico's creëren zoals tegengestelde marktcondities. De toekomstige prijs op de LME is de drie maandenprijs plus of min een bepaalde spread. In de uitgangssituatie is de prijs van goederen voor nabijgelegen levering lager dan de toekomstige prijs van de goederen (contango). Dit hoeft niet steeds zo te zijn. Momenteel is volgens Eddy Lambrechts en Geert de Meurisse een evenwicht waarneembaar waarbij de toekomstige prijs ongeveer even hoog is als de prijs bij nabijgelegen levering. Hedge funds kunnen er echter voor zorgen dat de tegengestelde marktconditie bereikt wordt. Dit houdt in dat de prijzen kunnen gaan dalen, doordat de prijs van goederen voor nabijgelegen levering hoger is dan de toekomstige prijs van goederen (backwardation).

### Conclusie

Ter afsluiting van de presentatie werden de belangrijkste aanbevelingen van de spre-

kers nog eens tot hun kern herleid in onderstaand kader.

#### FINAL ADVICE

- Split between commodity risk/currency risk
- Currency risk not equal with currency flow
- Use of (currency) options can be an alternative solution
- Use of zero-cost options is a realistic solution (buy USD call, sell USD put)
- USD goes up: use of USD call
- USD is equal = OK
- USD goes down: settlement of USD put by the buyer (of the options)

### Slotbeschouwing

De aanpak van Corus MET benadrukt de strategische plaats van hedging in het financieel beleid van ondernemingen. De financiële risico's verbonden aan prijsfluctuaties van de grondstoffen en wisselkoersfluctuaties kunnen efficiënt en effectief worden ingedekt door middel van een correct gebruik van financiële instrumenten. Een correct gebruik vergt echter niet alleen een permanent opvolgen van de onderliggende markten, doch noopt vandaag meer en meer tot het inschatten van andere marktkrachten zoals hedge fund activiteiten.

Bovenstaand thema laat een andere, minstens even belangrijke, vraag buiten de schijnwerpers. Onder meer Barings en Enron leerden ons de hefboomnadelen verbonden aan het verkeerde gebruik van derivaten. De regulitis die daar het gevolg van was, leidde op zijn beurt tot risicoaversie en een toename van verplichtingen en verantwoordelijkheden van de CFO. Hoe de CFO met deze nieuwe plichten omgaat in het hedgingbeleid, blijft vooralsnog een open vraag.

Het gevaar van de vele regels, hun complexiteit en de formele verantwoordelijkheid is dat bedrijven en CFO's in het bijzonder zich concentreren op het formele. Compliance met de regelgeving verwordt dan tot veilige 'box ticking'. De uitdaging voor de strategiebewuste CFO is natuurlijk om ondanks de vele regelgevende bomen het bos nog te zien. Niet de letter van de tekst maar het doel achter die verplichtingen is daarbij het richtpunt. ■

Het is eigen aan de staalactiviteit dat het bedrijf zich tegen heel wat risico's moet indekken. Er is de volatiliteit van de grondstofprijzen (ijzererts, zink, koper, tin en aluminium), bijkomend gecombineerd met een wisselkoersrisico, want deze grondstofprijzen noteren in USD. Anderzijds is Corus een marktspeeler met een wereldwijde afzet. Hedging in al zijn complexiteit is dan ook dagelijkse kost voor de financiële staf van Corus en bekleedt een strategische plaats in het financiële beleid van het concern." Eddy Lambrechts en Geert de Meurisse.